ANNALES
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XXXVI SECTIO H 2002

Zakład Kierowania Gospodarką Narodową Wydziału Ekonomicznego UMCS

ELŻBIETA MARIA WROŃSKA

Tworzenie wartości dla akcjonariuszy jako strategiczny wymóg przewagi konkurencyjnej

Creation of shareholders value as the strategic requirement of the competitive prevalence

ZMIANA WARUNKÓW OTOCZENIA ORAZ PRIORYTETÓW W DZIAŁANIU PRZEDSIĘBIORSTW

Na przełomie lat 70. i 80. na wielu rynkach nastąpiło odwrócenie relacji pomiędzy popytem a podażą na rzecz przewagi tej ostatniej. W związku z tym przestało już wystarczać odwołanie się do efektów skali, możliwych do wykorzystania w sytuacji istnienia konkurencji przemysłowej.[1] Nastąpił koniec działalności przedsiębiorstw we względnie stabilnym i przewidywalnym otoczeniu rynkowym, w którym to środowisku możliwe było realizowanie strategii konkurowania opartych na masowej i wysoko wystandaryzowanej produkcji. Tym samym zmniejszyło się znaczenie tych strategii, których podstawą jest tylko ekonomia skali, wzrost obrotów rynkowych i wynikająca z tego obniżka kosztów jednostkowych.[2] Można zatem stwierdzić, że nastąpił koniec pewnej epoki, gdyż obok zmian na rynku nastąpiło szereg innych procesów, które zmieniły oblicze gospodarki.

Współczesne otoczenie zmienia charakter gospodarki z industrialnej na informacyjną. Można zatem mówić o rewolucji informacyjnej oraz nowej erze konkurencyjności.[3] Zmiany w otoczeniu, które prowadzą do zmiany po-

[1] Por. R. S. Kaplan i D. P. Norton, *The Balanced Scorecard. Translating Strategy into Action*, Harvard Business Press, Boston 1996, s. 2.

[2] Por. A. Szablewski, A. Herman, *Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie wartością firmy*, red A. Herman, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 1999, s. 20.

[3] Por. *Granice konkurencji, Grupa lizbońska*, Poltext, Warszawa 1996, s. 15.

strzegania roli przedsiębiorstw dotyczą przede wszystkim globalizacji rynków, choć ta jest tylko jednym z wymiarów zmian.

Rynek stał się coraz bardziej wymagający eksponując jakość i niezawodność wyrobów, ich dostosowanie do indywidualnych potrzeb klienta. Pojawiła się nowa siła – społeczeństwo, które zaczęło coraz mocniej egzekwować swoje uprawnienia w zakresie ograniczania zanieczyszczeń, podejmowania działalności w mało zyskownych, ale potrzebnych dziedzinach, odpowiedzialności za zatrudnianie ludzi i ich losy.[4] Zmieniające się otoczenie przedsiębiorstw stawia przed kierującymi coraz to nowe wymagania i problemy. Dostosowanie systemów zarządzania w nowych warunkach polega na poszukiwaniu takiej konstrukcji, która umożliwi szybką reakcję na bodźce płynące z zewnętrznych ośrodków władzy – kontrahentów, banków, konsumentów.[5]

Wobec tych zmian (wyzwań rozwojowych) powstaje pytanie, czy tradycyjne zasady zarządzania pozostaną aktualne. Przyszłość wymaga zupełnie innego nowoczesnego zarządzania – zarządzania czwartej generacji, umożliwiającego firmie elastyczność w reagowaniu na zmienność warunków działania, skupianie uwagi na najważniejszych problemach, znaczną mobilność i przedsiębiorczość w podejmowaniu ryzykownych działań i pełnego wykorzystania możliwości i uzdolnień ludzi.[6]

Można stwierdzić, że w związku z zaistniałymi zmianami w otoczeniu oraz wymogami co do zmian w funkcjonowaniu przedsiębiorstw, nastąpiła ewolucja w priorytetach biznesu (tab. 1).[7]

Podkreślić zatem należy istnienie nowych paradygmatów zarządzania na XXI wiek:[8]

Tab. 1

Odchodzenie od strategii wzrostu sprzedaży	Przechodzenie do strategii wzrostu wartości firmy dla akcjonariuszy
Orientacja na produkt	Orientacja na klienta
Mierników opartych na zysku	Mierników opartych na wartości dodanej i przepływach gotówki
Udziału w rynku	Udziałów w migracji wartości
Struktury hierarchicznej	Struktury sieciowej

[4] Por. B. Wawrzyniak, *Odnawianie przedsiębiorstwa na spotkanie XXI wieku*, Poltext, Warszawa 1999, s. 35.

[5] Por. B. Wawrzyniak, *op. cit.*, s. 36.

[6] Por. J. Penc, *Strategie zarządzania*, AW Placet, Warszawa 1994, s. 15 i n.

[7] Por. A. Szablewski, A. Herman, *op. cit.*, s. 35.

[8] Według P. F. Druckera za T. R. Wielicki, *Ewolucyjny model doskonalenia firmy XXI wieku: od ISO i TQM do organizacji inteligentnej*, „Organizacja i Kierowanie" 1990, nr 4.

– wiele równorzędnych sposobów organizacji tego samego biznesu – różnorodność i zmiana,
– stosowanie mieszanych (hybrydowych) struktur organizacyjnych,
– koncentracja na zróżnicowanych potrzebach klientów,
– brak uniwersalnego sposobu zarządzania ludźmi,
– wzajemne przenikanie się i łączenie technologii i rynków,
– potrzeba zarządzania obejmującego cały proces biznesowy, wykraczający często poza ramy firmy,
– ukierunkowanie zarządzania firmą na zewnątrz – na klienta, na otoczenie.

Opisane powyżej zmiany otoczenia, jak również w ujmowaniu funkcjonowania przedsiębiorstwa wskazują na konieczność realizowania zmian w sposobie funkcjonowania przedsiębiorstw. Wymogi stawiane współczesnym przedsiębiorstwom wskazują, że podejmowane działania finansowe, w zakresie wyżej opisanym stają się nieadekwatne do potrzeby zaistnienia przez firmę na rynku i utrzymania na nim długookresowej przewagi konkurencyjnej.

TWORZENIE WARTOŚCI DODANEJ PRZEDSIĘBIORSTWA

Radykalne zmiany w otoczeniu wymuszają na przedsiębiorstwach zmianę ukierunkowania w ich działaniu. Dotychczasowe koncepcje zarządzania, jak również sposób określania celów i strategii oraz wdrażania strategii, a także mierzenia efektów działania przestały być adekwatne do nowych warunków. Uważa się, że w obliczu zmian otoczenia firmy winny dążyć do zapewnienia wartości klientowi.[9] Dziś klienci mają szeroki wybór oferty wyrobów i usług, dlatego też organizacja, która nie skupia się na swoich klientach i na procesach tworzących wartość dla nich, nie utrzyma się długo na rynku.

Tworzenie wartości to oferowanie klientowi produktu, który to produkt ze względu na posiadane cechy użytkowe stanowi kompleksowe rozwiązanie dostosowane do indywidualnych potrzeb klienta. Utrzymanie wartości to proces, w którym przedsiębiorstwo podejmuje działania ukierunkowane na ciągłe tworzenie wartości dla klienta. Chodzi tu m.in. o właściwą alokację zasobów (zarówno materialnych, jak i niematerialnych), innowacyjność działania i produktów. W procesie tworzenia i utrzymywania wartości równie istotne dla firm jest przejmowanie wartości. Jest to proces przekładania satysfakcji klienta na korzyści (dochody) dla firmy, czyli tworzenie wartości dodanej firmy. Wartość dodana firmy pojawi się tylko wtedy, gdy odbiorcy będą skłonni płacić więcej niż firma ponosi kosztów związanych z tworzeniem wartości.

[9] M. Hammer stwierdza, że żyjemy w epoce klienta. Por. M. Hammer, *Reinżynieria i jej następstwa*, PWN, Warszawa 1999, s. 20.

Podkreślić należy, iż w wielu przypadkach dążenie do tworzenia wartości dodanej jest definiowane jako cel przedsiębiorstwa.[10] Wydaje się jednak, że dążenie do tworzenia wartości dodanej winno być traktowane jako wymóg, warunek konieczny funkcjonowania firmy. Dążenie do tworzenia wartości dodanej jest innym sposobem określenia pozyskania i utrzymania przewagi konkurencyjnej. Przedsiębiorstwa, które chcą tworzyć swą wartość dodaną, muszą posiadać przewagę konkurencyjną, a więc dysponować zdolnościami pozyskania klientów i zdolnością funkcjonowania w długim okresie. Można zatem stwierdzić, że zdolność do tworzenia wartości firmy odzwierciedla posiadanie przewagi konkurencyjnej.

O ile wydaje się, że dążenie do tworzenia wartości przedsiębiorstwa powinno być podstawowym wymogiem stawianym wszystkim przedsiębiorstwom, to konieczne jest nadal formułowanie celów i strategii. Dążenie do tworzenia wartości przedsiębiorstwa nie wskaże jak prowadzić działania rynkowe, gdzie od kogo i ile kupować, ile osób zatrudnić.[11] Wymienione ukierunkowanie jest częścią budowania przewagi konkurencyjnej i strategii działania firmy.

Tworzenie wartości przedsiębiorstwa wymaga tworzenia spójnego, zintegrowanego podejścia do czterech wyzwań, stanowiące cztery charakterystyczne własności nowej gospodarki, w tym między innymi:[12]

– zaprojektowanie modelu biznesowego pod kątem tworzenia wartości,
– zarządzanie firmą jako portfelem zasobów,
– wykorzystanie informacji, mierzenia i objęcia sprawozdawczością wszystkich zasobów.

Proces tworzenia organizacji ukierunkowanej na kształtowanie wartości wymaga zmiany modelu biznesu i ma dwa aspekty.[13] Pierwszy to restrukturyzacja, która pozwala na wyzwolenie potencjału ukrytego w przedsiębiorstwie. Aspekt ten może zostać graficznie zaprezentowany w postaci pięciokąta restrukturyzacji.

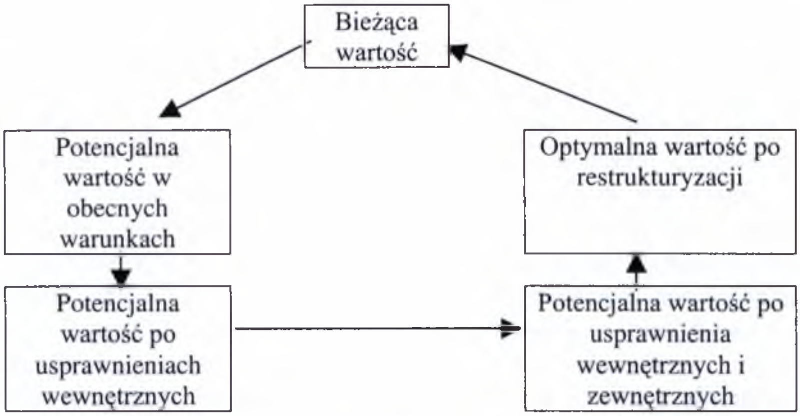
---

[10] Tworzenie wartości przedsiębiorstwa jako cel jego działania traktują m.in.: A. Rappaport, T. Copeland, T. Koller, J. Murrin. Por. A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 69 oraz por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: Mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 91.

[11] Dążenie do tworzenia wartości nie jest wizją, strategią ani celem działania. Jest to wymóg działania oraz miernik osiągnięć. Zarządzanie strategiczne w firmie odbywa się przy wykorzystaniu formułowania i wdrażania wizji, misji, strategii i celów. Wszystkie te działania muszą prowadzić do tworzenia wartości. Jednak dążenie do wartości nie pokaże jak formułować wizję i strategię, nie pokaże jakie działania są niezbędne do podjęcia. Autor podaje tu przykład meczu piłkarskiego: potrzeba osiągnięcia goli wprawdzie wskazuje do czego należy dążyć i czym się kierować w grze, ale nie wskaże jakiego rodzaju zagrywki, obrona czy atak winny być podejmowane w celu strzelenia gola. Por. M. C. Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, Business Ethics Quarterly, January 2001, vol. 12, no 1.

[12] Por. R. E. S. Boulton, B. D. Libert, S. M. Samek, *Odczytując kod wartości*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 105.

[13] Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 30.



Wykres 1. Pięciokąt restrukturyzacji
Pentagon of restructurisation

Źródło: T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 35.

Drugi aspekt procesu tworzenia organizacji ukierunkowanej na wartość to odpowiednie podejście do zarządzania podmiotem po dokonaniu restrukturyzacji. Wykorzystanie kształtowania wartości firmy w procesie zarządzania przedsiębiorstwami wymaga:[14]

1) przyjęcia sposobu myślenia ukierunkowanego na tworzenie wartości,
2) znalezienia czynników kształtujących wartość,
3) opracowania strategii pozwalającej na tworzenie wartości,
4) wyznaczenia celów cząstkowych,
5) konstruowania planów działań i sporządzanie budżetu,
6) pomiaru wyników i odpowiedniej motywacji.

Należy podkreślić, że wszystkie te elementy są niezbędne do skutecznego wdrożenia systemu zarządzania ukierunkowanego na tworzenie wartości.

Firma ukierunkowana na tworzenie wartości winna uwzględnić dążenie do tworzenia wartości w określaniu wszystkich elementów strategicznych, począwszy na wypracowaniu celów strategicznych, poprzez określenie czynników wartości, zasad alokacji zasobów, kończąc na pomiarze wytworzonej wartości.

Nowe zasady biznesu i nowy typ firmy stanowią wyzwanie dla aktualnego stanu rzeczy. W zmieniających się warunkach otoczenia żaden aspekt prowadzenia działalności nie pozostanie nietknięty. Zmienia się struktura firm, zmieniają się relacje między firmami, zmienia się natura pracy. Organizacje tworzą wartość nowymi sposobami, posługując się wszystkimi zasobami oraz kombinacjami

[14] Omówienie poszczególnych kroków tego podejścia omawiają szczegółowo T. Copeland, T. Koller oraz J. Murrin, por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 101.

zasobów, których tradycyjne systemy nie są w stanie jeszcze rozpoznać ani zmierzyć.[15]

Przedsiębiorstwo w nowych warunkach to zasoby, wszystkie zasoby – materialne i niematerialne, które są lub nie są jego własnością. W nowej gospodarce kluczowego znaczenia nabierają zasoby niematerialne: relacje, wiedza, ludzie, marka, procesy i systemy. Przedsiębiorstwa coraz częściej stosują unikalne modele biznesowe, stanowiące portfele zasobów. Posiadane zasoby wchodzą w coraz to nowe kombinacje, oddziałując na siebie wzajemnie, tworzą wartość. Zdolność do generowania wartości zależy ostatecznie od tego jak firma buduje i zarządza swoim modelem biznesu (portfelem zasobów). Firmy muszą sobie jednak uświadomić, że dawne modele wykorzystywania informacji w procesie decyzyjnym, w tym także modele pomiaru wyników i sprawozdawczości, stają się przestarzałe. Część tworzonej wartości oraz zasobów, będących źródłem tej wartości, pozostaje poza zasięgiem formalnych systemów sprawozdawczości.

Kod tworzenia wartości, czyli rozmaite sekwencje i kombinacje zasobów odpowiedzialne za tworzenie wartości nazywane są nowym modelem biznesu. Firmy próbujące odkryć kod tworzenia wartości dążą do ustalenia, jaka kombinacja materialnych i niematerialnych zasobów tworzy wartość firmy, i unikania takich kombinacji, które tę wartość niszczą.[16]

ZARZĄDZANIE WARTOŚCIĄ PRZEDSIĘBIORSTWA

Wymogi stawiane przedsiębiorstwom przez rynek wprowadzają konieczność stosowania zarządzania opartego na tworzeniu wartości – *Value Based Management*. VBM jest podejściem do zarządzania, w którym ogólne aspiracje przedsiębiorstwa, techniki analityczne i procesy zarządzania podporządkowane są maksymalizacji wartości podmiotu poprzez skupienie procesu decyzyjnego na głównych czynnikach kształtujących wartość.[17] Celem zarządzania przez wartość jest zmiana kształtu procesu podejmowania decyzji na każdym szczeblu przedsiębiorstwa. Tradycyjny proces decyzyjny, w którym działania były

[15] Por. R. E. S. Boulton, B. D. Libert, S. M. Samek, *op. cit.*, s. XVI.

[16] Model biznesu uwzględniający czynniki determinujące wartość został zaprezentowany przez R. E. S. Boultona, B. D. Liberta oraz S. M. Sameka, i nazywany jest Modelem Dynamiki Wartości. Model Dynamiki Wartości ujmuje pełen zakres aktywów (zasobów), stanowiących pierwszy krok do odczytania kodu wartości i całościowego spojrzenia na organizację: aktywa rzeczowe (budynki, budowle, wyposażenie, zapasy), aktywa finansowe (gotówka, należności, zadłużenie, inwestycje, kapitał), klienci (kanały dystrybucji, podmioty stowarzyszone, alianse), pracownicy i dostawcy, aktywa organizacyjne (przywództwo, strategia, struktura, kultura, marka, innowacje, własność intelektualne, wiedza, systemy, procesy). Por. R. E. S. Bouton, B. D. Libert, S. M. Samek, *op. cit.*

[17] VBM koncentruje się na tym, jak przedsiębiorstwa mogą wykorzystać wartość przy podejmowaniu decyzji strategicznych i zwykłych, codziennych postanowień operacyjnych. Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 86.

narzucane i kontrolowane z góry przestał być skuteczny. VBM wymaga znalezienia równowagi pomiędzy długo i krótkookresowym punktem widzenia.[18]

Value Based Management jest integracyjnym procesem zaprojektowanym tak, by usprawnić proces podejmowania strategicznych i operacyjnych decyzji poprzez koncentrację na kluczowych czynnikach kształtujących wartość firmy. Metodologia mierzenia wartości nie wydaje się być sprawą najważniejszą.[19] Najważniejsze jest określenie, dlaczego i jak zmieniać filozofię działania przedsiębiorstw, by zapewnić tworzenie wartości.[20] Tam gdzie VBM działa dobrze, procesy zarządzania, takie jak planowanie i pomiar wyników, zapewniają menedżerom na każdym szczeblu organizacji informacje i bodźce konieczne do podejmowania decyzji podnoszących jej wartość. VBM może znacznie poprawić sprawność organizacyjną, ponieważ zawiera precyzyjny i jednoznaczny miernik, jakim jest wartość, na którym można budować sprawnie działającą organizację.[21]

Zintegrowany VBM musi angażować, motywować i wynagradzać za działania na rzecz tworzenia wartości. Dotyczy to każdego pracownika, na każdym poziomie, każdego z podejmowanych działań. Siła VBM wynika z synergii współdziałania elementów tworzących ten system. Korzyścią zastosowania zintegrowanego VBM jest to, że koordynuje i ukierunkowuje wysiłki wszystkich pracowników na działania, które tworzą wartość.[22]

Strategia to sztuka tworzenia wartości.[23] Strategia zapewnia intelektualne ramy, koncepcyjne modele oraz główne pomysły które pozwalają zarządzającym identyfikować możliwości do tworzenia wartości dla odbiorców oraz zmiany tej wartości w dochody. W tym ujęciu strategia jest sposobem, w jaki firma identyfikuje swój biznes oraz łączy razem zasoby, które liczą się najbardziej dla wartości.

---

[18] Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 87. Na podstawie badań stwierdzono, że 86% przebadanych przedsiębiorstw amerykańskich znane jest podejście VBM, natomiast stosuje go 82%, a zadowolonych jest 60%. Por. R. E. Harley, E. A. Trahan, *The Utilization of Value-Based Management, Financial Practice and Education*, Spring/Summer 1999, vol. 9, issue 1.

[19] Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 89. Niektórzy autorzy uważają, że VBM to odmiana koncepcji zarządzania przez cele łącząca elementy strategiczne z finansami firmy. Por. J. Pioch, *Wartość w strategii przedsiębiorstwa*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa" 2001, nr 2.

[20] Por. W. Cwynar, A. Cwynar, *Ekonomiczna wartość dodana jako element zarządzania przez wartość*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza" 2000, nr 3.

[21] Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 89.

[22] Por. S. F. Slater, E. M. Olson, *A Value Based Management*, Business Horizons, September/October 1996, vol. 39, issue 5.

[23] Por. R. Normann, R. Ramirez, *From Value Chain to Value Constellation: Designing Interactive Strategy*, Harvard Business Review, July/August 1993, vol. 71, issue 4. Strategia musi określać, w jaki sposób firma zamierza tworzyć wartość. Strategia firmy musi opisywać zarządzanie czynnikami, które mają wpływ na wartość.

WARTOŚĆ DODANA PRZEDSIĘBIORSTWA A WARTOŚĆ DLA AKCJONARIUSZY

Do tej pory mowa była o wartości dla klientów, możliwości tworzenia wartości dodanej przedsiębiorstwa, utrzymania i przejmowania jej przez przedsiębiorstwa. Jednak z punktu widzenia potrzeb zarządzania konieczne jest posługiwanie się mierzalną kategorią wartości przedsiębiorstwa. Konieczne jest zatem rozróżnienie pomiędzy wartością jako kategorią abstrakcyjną (zdolnością do tworzenia wartości dla klienta, posiadaniem przewagi konkurencyjnej) a wartością w ujęciu finansowym (mierzalną kategoria). Wycena firmy jest najlepszym sposobem określenia wartości, ponieważ jej stosowanie wymaga pełnych informacji oraz uwzględnienia wszystkich czynników determinujących wartość przedsiębiorstwa.

Źródłem wartości przedsiębiorstwa, są usatysfakcjonowani odbiorcy jego produktów. Ale ta satysfakcja nie przekłada się automatycznie na wartość przedsiębiorstwa. Możliwe jest to dopiero wtedy, gdy łączne wpływy przekroczą łączne wydatki.[24] Dlatego też koncentrowanie się na przepływach pieniężnych w długim okresie stanowi treść modelu polityki tworzenia wartości dodanej przedsiębiorstwa.

Z punktu widzenia finansów miernikiem wartości dodanej przedsiębiorstwa jest wartość dla akcjonariuszy. Zauważyć należy, iż w związku z deklarowaną potrzebą równoważenia interesów wszystkich podmiotów związanych z przedsiębiorstwem (tzw. *stakeholders*) tak zdefiniowany wymóg może wydawać się jednostronny. Wartość dodana zakłada tworzenie jej po zaspokojeniu potrzeb podmiotów związanych z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa: klientów, dostawców, pracowników, rząd, kapitałodawców. Wydawać się może zatem, że istnieje sprzeczność pomiędzy dążeniem do zadowolenia (tworzenia wartości dla) akcjonariuszy a pozostałymi podmiotami związanymi z przedsiębiorstwem. Pracownicy oczekują dla siebie stabilności wynagrodzeń oraz miejsc pracy, a także zapewnienia dobrych warunków pracy; dostawcy oczekują szybkiej zapłaty za dostarczone przez siebie produkty i usługi; odbiorcy oczekują tanich i dobrej jakości produktów; społeczność lokalna oczekuje zainteresowania działaniami charytatywnymi oraz skierowanymi na ochronę środowiska.

A. Rappaport oraz M. C. Jensen stwierdzają, że traktowanie dążenia do tworzenia wartości dla akcjonariuszy oraz równoważenia interesów wszystkich podmiotów związanych z przedsiębiorstwem jako celów alternatywnych jest

[24] Szerzej o procesach składających się na tworzenie wartości dla klientów, utrzymywanie wartości oraz jej przejmowanie J. Jeżak, *Zarządzanie przedsiębiorstwem zorientowane na wzrost wartości dla jego właścicieli*, „Przegląd Organizacji" 2001, nr 5. Autor ponadto wskazuje, że wartość dla akcjonariuszy jest łącznikiem pomiędzy klientami a właścicielami podmiotu.

błędem.[25] Wzrost wartości przedsiębiorstwa odzwierciedla wzrost produktywności i konkurencyjności, z których korzystają wszystkie grupy związane z przedsiębiorstwem, nie tylko akcjonariusze. Uznać należy konieczność zachowania konkurencyjności, jeżeli ma ono przetrwać i służyć interesom wszystkich podmiotów z nim związanych. Istnienie przedsiębiorstwa zależy w długim okresie od relacji finansowych ze wszystkimi stakeholders. Nie można tworzyć długoterminowej wartości jeśli ignorowane są zainteresowane podmioty – klienci, pracownicy, dostawcy, odbiorcy i akcjonariusze. W celu zaspokojenia roszczeń zgłaszanych przez podmioty związane z przedsiębiorstwem, firma musi generować odpowiednio wysoki poziom efektywności, a to wymaga tworzenia wartości. Przedsiębiorstwo tworzące wartość dodaną daje korzyści nie tylko swoim akcjonariuszom, ale również podnosi wartość roszczeń wszystkich podmiotów z nim związanych. W opinii autorki niniejszego artykułu nie jest możliwe istnienie przedsiębiorstwa, jeżeli nie uwzględnia i nie zaspokaja potrzeb stakeholders. Tylko w tym przypadku możliwe jest funkcjonowanie przedsiębiorstwa w długim okresie i jest warunkiem koniecznym tworzenia wartości.

Jak już wspomniano źródłem tworzenia wartości przedsiębiorstwa jest klient oraz jego satysfakcja, ale wartość dla akcjonariuszy jest dodatkową wartością jaka pozostaje po zaspokojeniu roszczeń pracowników, dostawców, społeczności lokalnej, rządu. W związku z powyższym, można przyjąć, że koncentracja na wartości dla akcjonariuszy oznacza zaspokojenie interesów stakeholders. Wartość jest najlepszym miernikiem wyników, a akcjonariusze są jedyną stroną dla której maksymalizacja własnych żądań jest jednoznaczna z maksymalizacją roszczeń innych zainteresowanych stron. Dążenie do maksymalizacji bogactwa akcjonariuszy jest jedyną i najlepszą drogą służenia całemu otoczeniu.[26]

Ponadto akcjonariusze muszą mieć pełną informację o tym, jakie są wpływy i jakie są wypłaty dla wszystkich zainteresowanych stron, gdyż to oni ponoszą największe ryzyko, a to co dla nich pozostaje jest miarą efektów działania przedsiębiorstwa.[27] Osoby dostarczające kapitał akcyjny ponoszą największe ryzyko związane z uzyskiwanymi dochodami bieżącymi oraz odzyskaniem zaangażowanej kwoty (nie tak jak w przypadku innych osób – banków, pracowników, gdzie kwoty dla nich są zabezpieczone) dlatego też otrzymują

[25] Por. M. C. Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, Business Ethics Quarterly, January 2001, vol. 12, no. 1. Por. także A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 7 oraz T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 20.

[26] Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy wzbogaca wszystkich zainteresowanych. Por. A. Ehrbar, *EVA Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 10, 13 oraz 17.

[27] Akcjonariusze posiadają najsilniejszą motywację do zarządzania zasobami w taki sposób, aby firma w długim okresie wygrała walkę konkurencyjną z innymi przedsiębiorstwami. Połączenie informacji z motywacją w roszczeniach akcjonariuszy sprawia, że spółka jako forma organizacji jest najlepszym mechanizmem konkurencyjnym. Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 25.

w zamian władzę decyzyjną. Akcjonariusze winni dążyć do zapewnienia wysokiej wartości roszczeń wszystkich podmiotów zaangażowanych w prowadzenie działalności, aby również skorzystać na jej przyroście. Zauważyć powinniśmy, że wartość dla akcjonariuszy jest nagrodą za zaspokojenie roszczeń wszystkich innych podmiotów zaangażowanych w prowadzenie przedsiębiorstwa – dostawców, pracowników, wierzycieli, społeczności lokalnej oraz rządu. Dlatego też wartość dla akcjonariuszy odzwierciedla dążenia stakeholders wyrażone we wszystkich perspektywach działania przedsiębiorstwa. Wystarczające jest zatem koncentrowanie się na wartości dla akcjonariuszy, gdyż odzwierciedla to tworzenie wartości przedsiębiorstwa oraz zaspokajania dążeń wszystkich zainteresowanych stron.[28]

Polityka tworzenia wartości dla akcjonariuszy, według A. Rappaporta, jest zazwyczaj wdrażana w trzech etapach. W pierwszym etapie kierownictwo wyższego szczebla musi zostać przekonane o rzeczywistej potrzebie zmiany. W drugim etapie muszą zostać zdefiniowane i właściwie wprowadzone szczegółowe elementy zmian. W ostatnim etapie należy wzmocnić wprowadzone zmiany, aby zapewnić ich trwałość (tab. 2).[29]

Wdrażanie polityki tworzenia wartości dla akcjonariuszy przebiega różnie w różnych firmach, w zależności od stopnia poparcia ze strony kierownictwa,

Tab. 2. Proces wdrażania polityki tworzenia wartości dla akcjonariuszy
The process of implementing the policy of creating the shareholder value

Etapy działań	Pozyskanie zaangażowania pracowników	Wprowadzenie polityki tworzenia wartości dla akcjonariuszy	Wzmocnienie zmian
Rodzaje aktywności	– pozyskanie zaangażowania kierownictwa – pozyskanie zaangażowania pracowników całego przedsiębiortwa	– audyt wartości – ocena czynników kształtujących wartość – ocena strategii – szkolenia dotyczące tworzenia wartości dla akcjonariuszy	– pomiar wyników i system wynagradzania – infrastruktura tworzenia wartości dla akcjonariuszy – kontynuowanie szkoleń
Efekty	Zgoda co do konieczności wprowadzenia zmian	Zrozumienie sposobu wprowadzenia zmian	Zapewnienie utrzymania zmian

Źródło: A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 181.

[28] Por. E. Wrońska, *Rola finansów w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Rozwój rynku finansowego w Polsce*, pod red. P. Karpusia, J. Węcławskiego, UMCS, Lublin 2001, s. 339–351. O innych przyczynach wprowadzenia wartości dla akcjonariuszy jak podstawowego ukierunkowania funkcjonowania przedsiębiorstwa pisze J. Jeżak, *Zarządzanie przedsiębiorstwem zorientowane na wzrost wartości dla jego właścicieli, op. cit.*

[29] Szerzej na temat poszczególnych działań w ramach trzech wyodrębnionych etapów w A. Rappaport, *op. cit.*, s. 180–196.

natury i zróżnicowania portfela działalności, stopnia decentralizacji oraz rozmiarów, zasięgu globalnego, struktury zatrudnienia, kultury organizacji i stylu zarządzania oraz poczucia konieczności dokonania zmian. Zaprezentowane wcześniej trzy etapy wdrażania polityki ukierunkowanej na tworzenie wartości dla akcjonariuszy stanowią pewien schemat modelowy propozycji kolejnych kroków wdrażania tej polityki.

Skuteczne wdrożenie oznacza, że przedsiębiorstwo przyjęło te zasady i przełożyło je na następującą procedurę:[30]

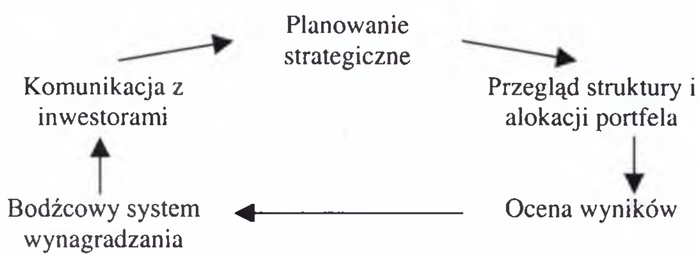
– ocena różnych strategii i wybór takiej, która powoduje maksymalizację wartości dla akcjonariuszy,

– wykorzystywanie wszystkich zasobów w sposób przynoszący najwyższą wartość,

– ocena wyników i wynagradzanie w zależności od wartości dla akcjonariuszy,

– przekazywanie informacji akcjonariuszom na temat dodanej dla nich wartości przez firmę.

Po zakończeniu procesu wdrażania konieczne jest realizowanie polityki tworzenia wartości dla akcjonariuszy. Ta realizacja przebiega zgodnie z cyklem zarządzania wartością dla akcjonariuszy.



Wykres 2. Cykl zarządzania wartością dla akcjonariuszy
The cycle of shareholder value management
Źródło: A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 181.

Zaprezentowany powyżej cykl zarządzania wartością dla akcjonariuszy obejmuje pięć etapów działań. Każde z tych działań determinuje działania następnego etapu, i tak zdefiniowana strategia w ramach planowania strategicznego wymusza dokonanie przeglądu zasobów oraz skoncentrowaniu działalności wokół kluczowych czynników wartości. Wykorzystanie tych czynników będzie miało bezpośredni wpływ na efekty działania, co zostanie wykazane w procesie oceny wyników. Wyniki działalności są podstawą oceny i motywowania działalności pracowników oraz zarządów do osiągania wartości dla akcjo-

[30] Por. A. Rappaport, *op. cit.*, s. 180.

nariuszy. Poprawi to stosunki z inwestorami, a także będzie miało wpływ na definiowanie strategii w okresach przyszłych.

Polityka tworzenia wartości dla akcjonariuszy polega na zarządzaniu czynnikami wpływającymi na wartość firmy. Treścią tej polityki jest wspieranie działań bazujących na czynnikach pozytywnie związanych z wartością firmy oraz eliminowaniu tych aspektów funkcjonowania wykorzystujących czynniki nie wpływające na wartość lub też powodujące niszczenie wartości. Dlatego też istotne jest znalezienie czynników kształtujących wartość, do zrozumienia których wymagana jest analiza zwana dekompozycją wartości.

DETERMINANTY WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Zarządzanie przedsiębiorstwem ukierunkowane na wartość dla akcjonariuszy wymaga by była ona uwzględniana przy podejmowaniu decyzji strategicznych i zwykłych, codziennych postanowień operacyjnych. Aby było to możliwe powinny być znane wszystkie czynniki wpływające na wartość firmy. Dlatego też istotne jest znalezienie czynników kształtujących wartość[31], do zrozumienia których pomocna może być analiza zwana dekompozycją wartości.

Poszukiwanie czynników determinujących wartość należy rozpocząć od zdefiniowania obszarów decyzyjnych: zarządzanie rozwojem, aktywami, procesami, ryzykiem oraz zarządzanie kapitałem. Istnienie tych obszarów zarządzania pozwala określić nośniki wartości (czynniki determinujące wartość). Czynniki determinujące wartość mają krytyczne znaczenie dla procesu tworzenia wartości. Również są niezbędne do podejmowania szeregu decyzji o charakterze operacyjnym. Poprzez wyodrębnienie czynników wartości możliwe jest skoncentrowanie działalności na tych działaniach, które korzystnie wpływają na wartość przedsiębiorstwa oraz eliminowaniu tych, które nie przyczyniają się do tworzenia wartości lub też powodują niszczenie wartości.

Wykorzystanie posiadanych zasobów poprzez stosowanie analizy czynników wartości wpływa na tzw elementy wartości, a więc elementy uwzględniane w samym procesie szacowania wartości. Do elementów wartości zaliczyć można: operacyjne przepływy pieniężne, wydatki inwestycyjne oraz wydatki związane z obsługą kapitałów. Podkreślić należy, że wyodrębnione zarówno czynniki, jak i elementy wartości mają charakter finansowy (koncentrują się one przepływach pieniężnych) obejmując wszystkie obszary decyzyjne.

[31] Identifying and Managing Key Value Drivers, www.lek.com.

A. Rappaport wyróżnia siedem nośników wartości (value drivers), czyli kluczowych czynników, do których zalicza:[32] tempo wzrostu obrotu, stopa zysku operacyjnego, odsetek przyrostu przychodów wydany na aktywa stałe, odsetek przychodów wydany na kapitał obrotowy, stopa podatku (ustalona wg kwot faktycznie płaconych), dodatkowe inwestycje w majątek trwały, koszt kapitału. R. Mills dodaje jeszcze wolne przepływy gotówkowe (*Free Cash Flows*).[33] Natomiast D. Walters dodaje jeszcze i inne:[34]

– zaangażowanie dostawców i klientów w tworzenie wartości,

– dźwignia operacyjna (relacja pomiędzy kosztami stałymi a zmiennymi zależy od strategii koncentrującej się na przywództwie kosztowym czy też strategii dyferencjacji),

– dźwignia finansowa i nadzór korporacyjny, które to czynniki determinują relację pomiędzy kapitałem własnym a obcym wpływając na stosunek do ryzyka akcjonariuszy i zarządzających,

– strategiczne i operacyjne przepływy pieniężne.[35]

Wymienione wyżej czynniki wartości zdają się być zbiorem nieusystematyzowanym. Nie widać ścisłego związku determinantów wartości wymienionych przez A. Rappaporta z obszarami decyzyjnymi określonymi przez tego autora. Również uzupełnienia Millsa i Waltersa nie powodują zaistnienia pełnego zbioru czynników wartości. Zbiór ten, w opinii autorki, winien stanowić kompleksowe podejście w ramach wyróżnionych obszarów decyzyjnych i umożliwiający traktowanie wszystkich wymienionych obszarów w sposób zrównoważony.

Analiza czynników wpływających na wartość stanowi istotny krok w poszukiwaniu wyżej opisanych inicjatyw strategicznych o największym potencjale tworzenia wartości. Izolowanie kluczowych czynników kształtujących wartość umożliwia kierownictwu wyodrębnienie tych działań, które mają największy wpływ na wartość oraz tych, które mogą być łatwo kontrolowane. Analiza czynników kształtujących wartość przebiega w trzech etapach:[36]

---

[32] Wymienione czynniki są bardzo ogólne i stanowią podstawę ustalenia czynników w skali mikro, ściśle związanych z wymienionymi nośnikami wartości. Zdefiniowanie czynników kluczowych przebiega w czterech etapach: stworzenie mapy czynników wpływających na wartość, wyodrębnienie tych czynników, które mają kluczowy wpływ oraz analiza wrażliwości wartości na zmianę poziomu czynników oraz wyodrębnienie czynników, na które zarządzający mają największy wpływ. Celem tej procedury jest wyodrębnienie tych czynników, które mają największy wpływ na wartość i jednocześnie podlegają kontroli. Por. A. Rappaport, *op. cit.*, s. 65 oraz s. 187.

[33] Por. R. Mills, C. Print, *Strategic Value Analysis, Management Accounting*, Magazine for Chartered Accountants, February 1995, vol. 73, issue 2.

[34] Por. D. Walters, *Developing and Implementing Value-Based Strategy*, Management Decisions 1997, vol. 35, issue 9/10.

[35] Strategiczne przepływy pieniężne są tu rozumiane jako suma operacyjnych przepływów pieniężnych skorygowana o inwestycje (w majątek trwały i kapitał obrotowy netto) oraz skorygowana o zmiany w kapitale własnym i obcym.

[36] Por. A. Rappaport, *op. cit.*, s. 187 i n.

– stworzenie mapy biznesu z punktu widzenia nośników wartości – w etapie tym wyodrębnia się czynniki wpływające na wartość oraz dokonuje się analizy tych czynników z punktu widzenia znalezienia kluczowych czynników mających największy wpływ na wartość. W tym etapie konieczne jest również określenie pożądanego poziomu tych czynników z punktu widzenia tworzenia wartości;

– testowanie wrażliwości nośników wartości – konieczne w tym etapie jest określenie dopuszczalnego oraz prawdopodobnego zakresu zmian poziomu czynników z punktu widzenia tworzenia wartości;

– testowanie podatności czynników wartości na kontrolę – określenie które z czynników dają się kontrolować. W stosunku do tych czynników, które nie dają się kontrolować, winny być podejmowane działania mające na celu zabezpieczenia działalności przed ryzykiem.

Celem tej analizy jest wyodrębnienie czynników, które mają duży wpływ na wartość i jednocześnie podlegają kontroli. W przypadku czynników o największym wpływie na wartość, na których poziom kierownictwo ma duży wpływ, menedżerowie powinni się skoncentrować na strategiach ich zwiększania. Czynniki scharakteryzowane jako posiadające znaczący wpływ na wartość ale nie poddające się kontroli ze strony kierownictwa winny być zabezpieczane, tak by ich wpływ na wartość miał charakter długoterminowy. W przypadku czynników w nieznacznym stopniu związanych z wartością przedsiębiorstwo kierownictwo winno poświęcać zarządzaniu nimi zdecydowania mniej czasu ograniczając się jedynie do monitorowania ich wpływu.

W celu tworzenia wartości dla akcjonariuszy konieczne jest zarządzanie nośnikami wartości. Zarządzanie to winno być związane z następującymi kierunkami działań:

– inwestowanie w możliwości przyczyniające się do tworzenia wartości,

– poprawa efektywności wykorzystywanego kapitału,

– eliminowanie tych działań, które niszczą wartość.

Zidentyfikowanie czynników wartości pozwala zarządzającym skoncentrować się na najważniejszych działaniach tworzących wartość. Ta identyfikacja jest niezwykle istotna dla planowania strategicznego, ponieważ pomaga zarządzającym przeanalizować podejmowane działania w celu wyboru strategicznego (najważniejszego). Nośniki wartości upewniają, że strategia jest zakorzeniona w działaniach operacyjnych. W celu uwypuklenia znaczenia nośników wartości dobrze jest je wbudować w system pomiaru i oceny działalności, czyli w mierniki wartości dla akcjonariuszy.

MIERNIKI WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY

W ostatnich latach powstało szereg miar pozwalających na pomiar efektów działania przedsiębiorstwa opisujących proces tworzenia wartości dodanej a zatem wartości dla akcjonariuszy. Pojawiły się takie mierniki jak: *Economic*

Value Added (EVA), *Shareholder Value Added* (SVA), *Market Value Added* (MVA), *Cash Flow Return on Investment* (CFROI), *True Economic Value Added* (TEVA), *Refined Economic Value Added* (REVA), *Estimated Value Created* (EVC), *Residual Cash Flow* (RCF), *Cash Value Added* (CVA).[37]

Wymienione mierniki wywodzą się z zysku ekonomicznego, tzw rezydualnego. Zysk rezydualny był koncepcją stworzoną przed 200 laty przez A. Marshalla. Kategoria zysku rezydualnego oznacza, że jeżeli akcjonariusze chcą osiągnąć dochód, wysokość przychodów musi w dostatecznym stopniu zrekompensować wszelkie koszty i ryzyko. Kategorią zysku rezydualnego oraz przyrostu wartości posługują się metody oparte na zaktualizowanych przepływach pieniężnych (DCF).[38] Pomimo jednak popularyzowania wiedzy w zakresie NPV i DCF, przedsiębiorstwa opierały i nadal często opierają ocenę sytuacji na wskaźnikach księgowych.[39] Powstała zatem potrzeba wprowadzenia miar, które byłyby skuteczne w procesie zarządzania przedsiębiorstwem, a które jednocześnie odzwierciedlałyby zysk ekonomiczny.

Najbardziej popularne, spośród wcześniej wymienionych, są dwa sposoby mierzenia wartości dla akcjonariuszy:

– SVA – miernik zaproponowany przez A. Rappaporta,

– EVA – propagowana przez firmą konsultingową Stern & Stewart.

Podkreślić jednak należy, że wymienione mierniki to coś więcej – stanowią one szkielet kompleksowego systemu zarządzania (nie tylko finansami) i stymulującego systemu wynagradzania, który może ukierunkowywać każdą decyzję podejmowaną w firmie na tworzenie wartości przedsiębiorstwa.[40] Kiedy na wszystkie decyzje patrzy się przez pryzmat wartości dla akcjonariuszy, wówczas pomiędzy myśleniem strategicznym, inwestycjami kapitałowymi, codziennymi decyzjami operacyjnymi i wartością dla akcjonariuszy powstają wyraźne i zobowiązujące powiązania. Kategorie te pozwalają kierownikom na uwzględnianie przy każdej decyzji kosztu funduszów oraz właściwą ocenę wzajemnych zależności między kosztami operacyjnymi i finansowania.[41]

Wymienione metody wyceny wartości dla akcjonariuszy zapewniają jednolite, konsekwentne spojrzenie na przedsiębiorstwo oraz podejmowane działania,

---

[37] Zestawienie, wskazanie źródeł pochodzenia oraz porównanie tych miar zostało zaprezentowane przez W. Cwynar, A. Cwynar, *Nowe mierniki przyrostu (ubytku) wartości firmy*, „Ekonomista" 2000, nr 2.

[38] Jak wspomniano koncentracja na przepływach pieniężnych powoduje, że uwzględniany jest wpływ wszystkich czynników (materialnych i niematerialnych) na wartość przedsiębiorstwa.

[39] Typowy system zarządzania jest mieszanką środków i metod, inwestycje są oceniane przy wykorzystaniu NPV, ale fuzje i przejęcia z punktu widzenia ich wpływu na poziom wskaźników cena/zysk lub EPS, a ocena całego przedsiębiorstwa odbywa się przy wykorzystaniu ROA, ROS. Por. A. Ehrbar, *op. cit.*, s. 2 oraz 6, a także J. M. Stern, *Przedmowa*, [w:] A. Ehrbar, *op. cit.*, s. XI.

[40] Por. A. Ehrbar, *ibid.*, s. 1.

[41] Por. A. Ehrbar, *ibid.*, s. 103.

umożliwiają modelowanie, monitorowanie oraz przekazywanie wszystkich decyzji w dokładnie tych samych kategoriach. Są to też jednocześnie koncepcje zarządzania przedsiębiorstwem, które pozwalają odpowiedzialnie traktować wszystkich związanych z działalnością przedsiębiorstwa, wynagradzać pracowników, dostawców, akcjonariuszy. Są one także synonimem gospodarnego zarządzania, efektywnego wykorzystania aktywów i pasywów. Metody te zajmują się zarówno działalnością operacyjną (skorygowany zysk operacyjny, operacyjne przepływy pieniężne) oraz finansową (koszt kapitału), a także pozwalają uwzględniać powiązania pomiędzy działaniami podejmowanymi w firmie – jakością dostaw, zadowoleniem klientów a systemem płatności dokonywanym przez naszych odbiorców. Zastosowanie tych metod pozwala na analizę efektów w porównaniu z nakładami. Każde działanie jest rozpatrywane nie z punktu widzenia korzyści, ale korzyści dodatkowych powstających w wyniku porównania korzyści z kosztami ich pozyskania.

Wykorzystanie tych miar w systemie zarządzania umożliwia:[42]

– powiązanie bodźców finansowych ze wzrostem bogactwa akcjonariuszy,

– zapewnienie jednego punktu odniesienia dla zarządzania przedsiębiorstwem, budżetowania kapitałowego, planowania, oceny wyników i motywujących wynagrodzeń,

– promowanie wysokich osiągnięć i kultury wartości, w której menedżerowie podejmują inicjatywę w celu tworzenia wartości.

Kluczem do wprowadzenia systemów zarządzania opartych na miernikach wartości dodanej do kultury firmy jest uczynienie z tych mierników centralnego punktu w tworzeniu sprawozdań, planowaniu i podejmowaniu decyzji. A to wymaga dwóch rzeczy:

1) uświadomienia sobie, że mierniki wartości dodanej jako miary produktywności są lepsze od innych finansowych miar,

2) miary te muszą być włączone w proces podejmowania decyzji, planowania, budżetowania, strategicznego planowania, budowania procedur.

Zauważyć należy, że miary te mogą być stosowane nie tylko w tych firmach, które są notowane na giełdach papierów wartościowych. Ponadto poprzez fakt ścisłych związków ze zmianami cen akcji umożliwiają firmom nie notowanym na giełdzie ustalenie potencjalnych wartości rynkowych.

PODSUMOWANIE

Współczesne otoczenie stało się bardziej wymagające wobec przedsiębiorstw. Powstaje zatem pytanie: czy tradycyjne zarządzanie spełni warunki zmieniającego się otoczenia. Wobec tych zmian wymagane są zmiany priorytetów działania

[42] Por. A. Ehrbar, *ibid.*, s. 87.

oraz zarządzania zapewniającego firmie elastyczność w reagowaniu na zmiany w otoczeniu.

Uważa się, że w obliczu zmian otoczenia firmy winny dążyć do zapewnienia wartości klientowi. Istotne jest również utrzymanie i przejmowanie tej wartości przez podmioty gospodarcze. Dążenie do tworzenia wartości przedsiębiorstwa winno być rozumiane jako wymóg, warunek konieczny funkcjonowania firmy, generalne ukierunkowanie każdej czynności.

Firma ukierunkowana na tworzenie wartości winna uwzględniać to dążenie w określaniu wszystkich elementów strategicznych, począwszy od wypracowania celów strategicznych, poprzez określenie zasobów, zasad alokacji zasobów oraz pomiarze wartości. Pomocny w tym jest system zarządzania opartego na wartości – VBM.

Z finansowego punktu widzenia wartość przedsiębiorstwa jest utożsamiana z wartością dla akcjonariuszy. Dążenie do tworzenia wartości na rzecz akcjonariuszy, zgodnie z teorią stakeholders, jest najlepszą drogą służenia całemu otoczeniu. Ponadto akcjonariusze ponoszą największe ryzyko związane z zaangażowanym kapitałem, dlatego też w zamian otrzymują władzę decyzyjną oraz wartości generowaną na ich rzecz.

Tworzenie wartości dla akcjonariuszy sprowadza się do zarządzania czynnikami wartości. Treścią tych działań jest koncentracja na czynnikach pozytywnie związanych z wartością oraz eliminowaniu tych działań, które nie powodują wzrostu wartości lub powodują niszczenie wartości.

Przyjęte mierniki wartości dla akcjonariuszy oparte na czynnikach wartości, winny stanowić szkielet kompleksowego systemu zarządzania. Mierniki te powinny zapewniać jednolite, z każdego miejsca w firmie, spojrzenie na przedsiębiorstwo oraz na podejmowane działania.

Ukierunkowanie na tworzenie wartości dla akcjonariuszy dotyczy wszystkich firm: publicznych i prywatnych, małych i dużych, działających w każdej branży. Ukierunkowanie to zapewnia bardziej efektywne działania związane z tworzeniem korzyści nie tylko dla akcjonariuszy, ale też wszystkich podmiotów związanych z przedsiębiorstwem.

SUMMARY

Changes in the environment conditions are the reason why the hitherto existing principles and conceptions of management stop being adequate. The adaptation of the systems of management in new conditions consists in searching for such a construction that will enable a quick reaction to the stimuli from the outside. It is believed that in the face of changes in the environment companies should strive to secure the value for the client, which should be equal with the creation of the added value of an enterprise. Striving for creation of the added value is another way to describe the obtaining and maintaining the competitive prevalence. The enterprises which want to create their added value have to possess competitive prevalence, and thus to have at their disposal the abilities to gain clients as well as the ability to function over a long period. Therefore, one can state that the ability to create the company's value reflects the fact of having competitive prevalence. For shareholders, the created value is the reward for satisfying the claims of all other subjects involved in running a company – furmishers, workers, obligees, local community and government. It is enough, then, to concentrate on the shareholder value, since it reflects the creation of the company's value and satisfying the aspirations of all the sides interested.